

透過中國A股 優化股票配置的時機已到



黃瑞麒，CFA
投資組合經理
香港/中國
股票



William Russell
環球股票產品
專員主管

前言

我們認為，內地A股市場向外國投資者開放以及隨後愈來愈多的中國公司被納入廣泛使用的股票指數中，將成為未來十年金融市場最具變革性的事件之一。這將對投資者產生多方面、複雜及最重要的是不可避免的影響，因此我們認為維持現狀不變並非可行的方案。

考慮投資於內地A股市場的投資者，目前已可投資於整個中國股票範疇，其市值比歐洲大得多。

僅A股市場就有3,700多間上市公司，整體市值接近8.8萬億美元（圖1）。這可媲美歐元區9.3萬億美元的股票市值。¹

在本文中，我們認為配置內地A股，將為投資者提供一個優化其全球股票投資組合的獨特機會。

我們的分析表明，內地市場與其他被廣泛持有的資產類別（例如香港上市H股以及美國及歐洲股票）之間的相關度較低，具有此特徵主要由於：a) 內地市場受到獨特的經濟、政治及貨幣政策因素的影響，及；b) 與其他市場相比，A股市場的參與者非常不同。

此外，由於A股上市公司的大部分收入來自國內，因此中美之間持續的貿易緊張局勢對這些公司的影響並沒有一般所認為的明顯。

要點

- 我們認為，內地A股市場開放可能是一個變革性事件，為投資者提供了一個優化全球股票投資組合的獨特機會。
- 滬深港通計劃已降低投資者進入內地股市的成本，而且隨著MSCI指數將內地A股納入其新興市場指數，中國市場在全球股票指數中的重要性將日益增加。
- 鑒於內地A股與全球主要股票市場之間的歷史關聯度較低，A股市場將為投資組合帶來實質性的多元化優勢，並可幫助投資者進入更廣闊的投資領域，從而參與中國「新經濟」中增長迅速的行業。
- MSCI新興市場指數並未反映出中國市場的重要性，該指數的內地A股權重僅為4.1%*，且傾向於超大型/大型股。「購買指數」並非投資者投資於中國的適當方式。
- 與已發展市場相比，該資產類別具有風險，但我們預期有關風險將隨著市場成熟而趨於正常化。
- 總而言之，我們認為投資者應考慮特定配置於內地A股。我們的分析表明，將現有新興市場投資組合的10%至30%直接配置予內地A股，可能有助提高潛在回報及可能降低風險。

¹歐洲央行數據,截至2019年12月31日。

*截至2019年12月31日

圖1：內地A股為外國投資者提供廣闊的重大機遇

	深圳A股	上海A股	香港上市 中資股	美國上市 ADR	總計
市值（萬億美元）	3.8	5.1	3.2	1.0	13.1
股票數量	2,199	1,578	953	153	4,883

截至2020年1月31日

僅包括上市股票類別的市值。離岸中資股指其最終母公司在中國註冊的公司。不包括停牌股票。

資料來源：納斯達克、上海證券交易所、深圳證券交易所、彭博、安聯投資

此外，鑒於中國的長期經濟增長前景及內地股市仍存在大量低效率情況，我們解釋了為何我們認為投資內地A股具有產生超額回報的潛力。

最後，我們對該市場的未來發展及其在各股票基準中不斷增長的比重發表看法，並就投資者應如何考慮利用該市場以及配置內地A股可能對現有投資組合產生怎樣的潛在影響進行剖析。

總而言之，我們認為這是一個不斷發展的過程，對於內地A股市場本身，我們預期將繼續增長及更趨現代化，而對於西方投資者而言，我們認為應採取漸進的方法配置於此重要的資產類別。

參與之路漫長，相信仍是值得的

在2003年之前，外國投資者僅可買賣在香港聯交所上市的部分中資公司（H股）（主要由國有企業（例如銀行及能源公司）主導），或在美國上市的美國存託憑證（ADR）。H股及ADR一起被稱為「中國離岸股票」。

2003年，隨著合格境外機構投資者（QFII）計劃的推出，外國投資者進入A股的情況得到改善；根據該計劃，外國投資者可透過配額投資於在深圳及上海證券交易所上市並

以人民幣計價的內地A股（「中國在岸股票」）。於2011年底推出的人民幣合格境外機構投資者計劃（RQFII）進一步擴大了准入範圍，允許中資金融公司在香港設立人民幣計價基金，以投資於中國內地市場。

隨後，分別於2014年及2016年推出的滬港通計劃及深港通計劃，令外國投資者無需配額或許可證即可投資於上海及深圳上市的股票。重要的是，滬深港通計劃亦顯著降低了進入中國在岸市場的成本。最後，MSCI於2018年6月1日首次將內地A股納入其新興市場指數。

儘管外國投資者進入內地股票市場經歷了漫長的發展歷程，但我們相信，鑒於A股市場的規模及投資機會範圍，投資者將意識到這樣的等待是值得的。

目前，中國已成為全球第二大經濟體，且預計將在2030年取代美國成為世界第一大經濟體。中國經濟重要性不斷增長，將會日益反映於全球股票指數及投資組合之中。

此外，在投資組合中加入內地A股將帶來實質性的多元化優勢，這一點從內地A股與全球主要股市之間較低的過往相關性中已得到證明（圖2）。這種低相關性的背後存在兩個主要原因。

圖2：由於國內收益以及獨特的經濟及貨幣政策，內地A股與主要股市的相關性較低

	中國A股	香港上市 中資股	亞太 （日本除外） 股票	全球 新興市場 股票	日本股票	美國股票	歐洲股票	環球股票
中國A股	1.00	0.58	0.46	0.43	0.25	0.14	0.19	0.21
香港上市中資股	0.58	1.00	0.86	0.82	0.44	0.27	0.42	0.43
亞太（日本除外）股票	0.46	0.86	1.00	0.93	0.54	0.32	0.51	0.55
全球新興市場股票	0.43	0.82	0.93	1.00	0.46	0.47	0.63	0.68
日本股票	0.25	0.44	0.54	0.46	1.00	0.15	0.29	0.34
美國股票	0.14	0.27	0.32	0.47	0.15	1.00	0.62	0.92
歐洲股票	0.19	0.42	0.51	0.63	0.29	0.62	1.00	0.79
環球股票	0.21	0.43	0.55	0.68	0.34	0.92	0.79	1.00

截至2020年1月31日

相關度數據基於過去10年各MSCI指數的過往回報，採用每週美元回報計算。有關所有特定基準的全稱，請參閱本文末尾。

資料來源：彭博、安聯投資

首先，根據很多衡量標準，內地股市仍處於起步階段。市場交易仍由散戶投資者（稍後會詳細介紹）主導，而且監管環境（雖然發展很快）仍動盪不定，並且容易受到內地政治環境變遷及趨勢的影響。

其次，A股市場上市公司主要面向本地消費者。實際上，內地A股公司90%的收益來源於國內市場，因此在很多情況下可輕鬆避開中美持續貿易緊張局勢所帶來的負面影響。憑藉此本地收益基礎，A股上市公司對全球宏觀經濟趨勢的敏感程度較低，並會對中國政府及中國人民銀行（中國央行）所制定的方向更加敏感。傳統上，中國會「根據自己的節奏」制定財政及貨幣政策，與美國及其他西方貨幣當局所採取的政策並無高度關聯。

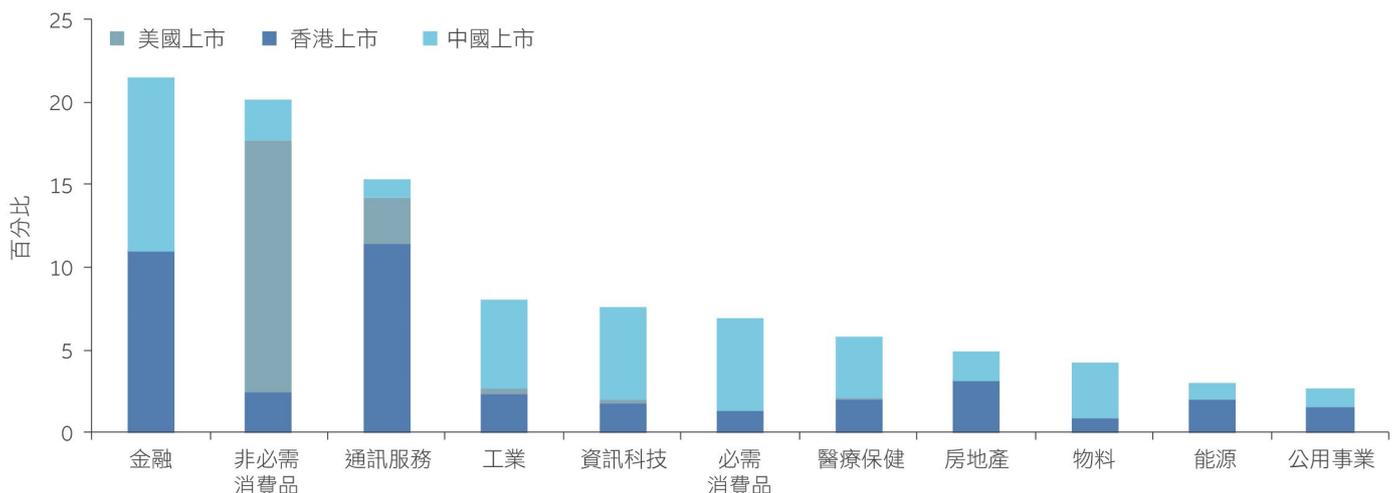
內地A股及「新經濟」的前景

除低相關性因素之外，內地A股市場亦為投資者開啟一扇大門，令投資者可從中國的出口推動型經濟持續轉向「新經濟」的過程中獲得更大的收益；「新經濟」的特徵是更加注重發展國內消費及高附加值行業，例如旅遊、娛樂、醫療設備、工業自動化、新能源汽車、生物技術、軟件及新材料。

誠如圖3所示，投資內地A股將令投資者有更多機會接觸中小型公司，此類公司將成為未來中國經濟增長的推動因素——科技、創新及快速增長的中國中產階級。

圖3：內地A股更好地反映「新經濟」中增長更快的行業

MSCI中國所有股票指數，按上市地點分類的指數



截至2020年1月31日

基於MSCI全中國指數（按行業及證券交易所細分）的數據分析。

資料來源：彭博、安聯投資

實際上，中國經濟產出一半以上來自服務業，並且中國是數碼技術的主要投資者及採納者。因此，與MSCI新興市場指數（該指數高度偏向於中國的超大型及大型股）等新興市場基準相比，內地A股（尤其是透過非被動工具投資）可更好地反映出中國數碼化的未來前景。

僅僅買入MSCI新興市場指數並非提高中國持倉比重的理想方法

目前，大多數投資者將國際股票（即MSCI所有國家世界（美國除外）指數）及/或全球新興市場（即MSCI新興市場）指數作為其持倉中國比重的基準。但僅僅增加對此等指數的配置可能並非擴大中國持倉比重的理想方法。

原因如下：儘管目前內地A股已被納入MSCI指數，但截至本文撰寫之時，其在MSCI新興市場指數及MSCI所有國家世界指數中的權重分別僅為4.1%及0.5%。換言之，內地A股的市值佔全球股票的百分比為9%（截至2019年底），而中國整體經濟規模在2018年佔全球經濟產出的15.8%。² 數據顯示，在投資者最廣泛使用的其中一個基準中，內地A股的權重明顯不足。

在MSCI新興市場指數中，目前中國的權重主要集中在低增長公司及部分超大型科技公司，例如阿里巴巴及騰訊。³ 此額外的「超大型/大型股傾向」，令尋求建立中國股票持倉比重及參與該市場當前增長機遇的投資者所面對的失衡狀況進一步加劇。

² 資料來源：FactSet、MSCI、高盛投資研究，截至2019年12月31日。

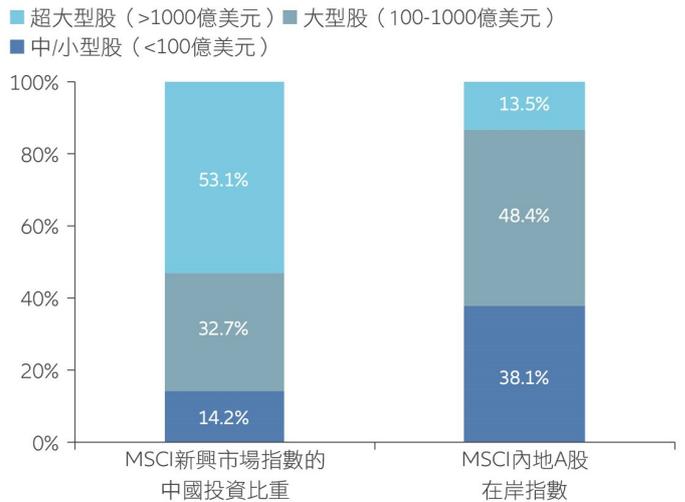
就此而言，我們認為直接配置內地A股——尤其是透過非被動工具進行配置——可為投資者提供更好地調整後中國市場持倉比重。例如，投資A股將令投資者有更多機會獲得中小型公司的大量機會。誠如圖4所示，MSCI中國A股在岸指數中38.1%來自市值100億美元以下的中小型公司，而離岸中國市場僅為14.2%。

此外，雖然MSCI已開始在其主要的MSCI新興市場指數中納入內地A股，這無疑是一個積極的舉措，但所佔權重可能仍很小，而且我們認為被人為壓低。就此而言，我們認為，對於決定僅透過「買入MSCI新興市場指數」實現其內地A股持倉比重的投資者而言，將無法作出妥善部署以在未來幾年捕捉此機遇。

儘管如此，我們預期MSCI新興市場指數的A股權重未來將明顯增加，以反映內地A股市場的規模，並改變未來新興市場基準的構成。假設按以下方式計算，圖5推斷出MSCI新興市場指數中中國權重的狀況：a) 指數中當前選定的內地A股數量，以及；b) 按目前在內地A股市場交易的所有股票計算。

誠如圖5所示，在第一種情景下，中國將佔該指數的43%，在第二種情景下將佔該指數的50%。儘管我們預期在可預

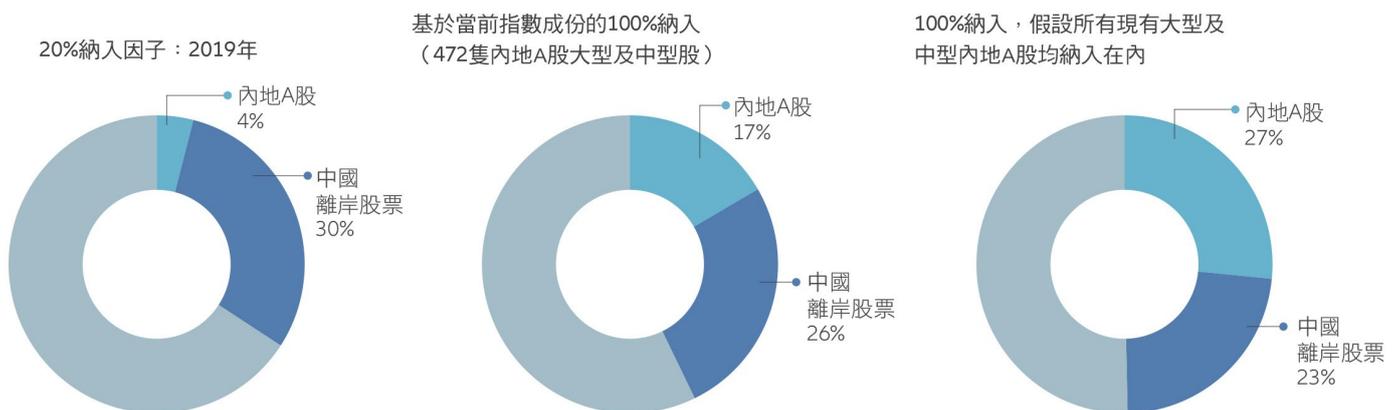
圖4：內地A股是MSCI新興市場指數中國股票的補充，並提供大量的中小型公司機會



截至2020年1月31日
資料來源：彭博、安聯投資

見未來不會達到該權重水平，但分析重申了一個重要的問題：對於尋求「領先一步」以充分把握中國股市當前機遇的投資者，僅僅部署於當前基準權重將不可能實現該目標。

圖5：內地A股在MSCI新興市場指數中的權重明顯不足



截至2020年2月
本圖基於MSCI在2019年11月的建議，即將472隻大型及中型內地A股納入MSCI新興市場指數。右圖基於所有中國股票可納入MSCI新興市場指數的假設。我們採用85%的折扣係數，應大約代表內地A股的大型及中型股領域。
資料來源：MSCI、美銀美林、安聯投資

³ 部分或所有已識別及介紹的證券可能代表客戶賬戶中購買的證券。讀者不應假設已識別證券曾經或將會產生利潤。已識別證券或公司並不代表為諮詢客戶購買、出售或推薦的證券。每個客戶的實際持倉不盡相同。阿里巴巴 (Alibaba) 及騰訊 (Tencent) 是被廣泛稱為「BAT」的三間大型科技公司中的兩間。

圖6：停牌內地A股數量已下跌

內地A股停牌數量百分比



截至2020年2月20日

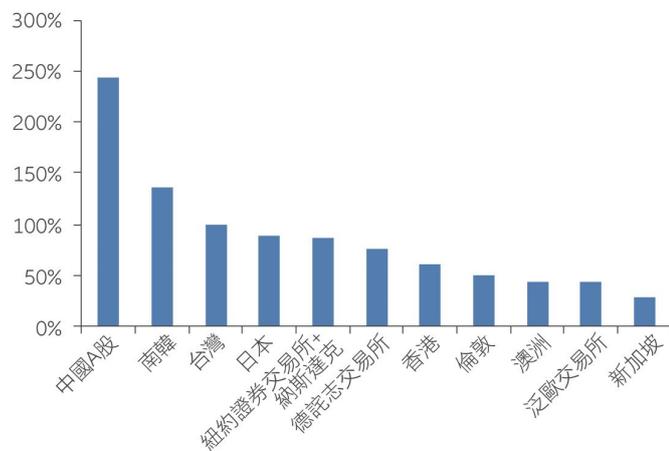
資料來源：高盛、安聯投資

了解內地A股的風險以及如何減輕風險

儘管內地A股市場代表著一個巨大的機遇，但亦存在風險。我們預計，隨著內地A股市場的准入門檻降低，以及中國經濟的重要性持續提高，該市場將會吸引更多的投資者參與其中。儘管如此，目前該市場仍由散戶投資者主導。目前，主要專注於追求短期交易利潤的國內散戶投資者佔每日交易量的80%以上。此外，與已發展市場比較，中國本地股票分析師的經驗往往不及已發展市場，從而導致發生盈利意外的頻率高於已發展市場。

圖7：內地A股成交量已大幅上升，遠遠超過可比較的已發展市場指數，帶來較高的回報離散度

不同證券交易所的股票交易量



截至2019年12月31日

成交量比率 = 總成交量/期末市值

資料來源：世界交易所聯合會、安聯投資

總而言之，我們認為目前投資者考慮專門配置於內地A股的時機已到，尤其是（正如前文所述）該資產類別可為全球股票投資者提供重要的多元化來源。機會是巨大的，尤其是對於尋求優化其股票持倉比重的投資者而言。

在MSCI新興市場指數納入內地A股之時，外國投資者仍僅持有約3.8%的內地A股⁴，由此可見，在可能代表當前最重要市場機會的市場中，外國投資者的相對參與度仍然甚低。

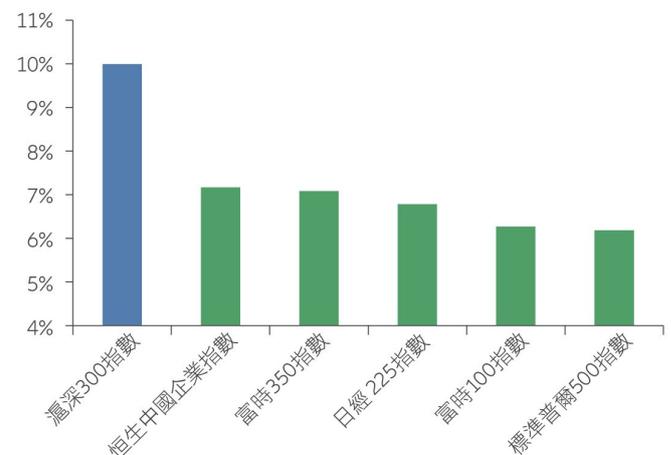
總而言之，我們認為，雖然存在當前的風險，但內地A股市場已經足夠成熟，可向外國投資者開放。但投資者應審慎對待該市場，以避開潛在的陷阱並減輕固有風險。

我們認為，主動型管理可幫助投資者。恰當地（及明智地）發掘內地A股市場的低效率，以在整體上產生潛在的超額回報，尤其是阿爾法。

但同樣重要的是，主動管理（正如我們在投資內地A股過程中所學到的經驗）不僅可透過選擇表現最好的股票，而且透過避開存在問題的股票來產生潛在的出色表現。

當投資於仍處在發展中的市場且其波動率水平高於已發展市場時，這種情況尤其明顯。在內地市場，潛在的下行保護與潛在的上行回報同等重要。

A股的回報離散度較高(7年平均)



截至2020年2月

滬深300指數一般作為內地A股大型股的代表。

資料來源：瑞銀

⁴ 資料來源：FactSet、MSCI、高盛投資研究，截至2019年12月31日。

圖8：在新興市場配置中增持內地A股可增加投資組合的經風險調整後回報

將配置從全球新興市場轉向內地A股

配置至 內地A股	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
年化回報	7.5%	8.3%	9.0%	9.7%	10.3%	10.8%	11.3%	11.6%	11.9%	12.2%	12.3%
年化波動性	21.4%	20.9%	20.8%	21.0%	21.6%	22.4%	23.6%	24.9%	26.5%	28.3%	30.1%
回報/波動率	0.35	0.40	0.43	0.46	0.48	0.48	0.48	0.47	0.45	0.43	0.41
夏普比率	0.29	0.34	0.37	0.40	0.42	0.43	0.42	0.41	0.40	0.38	0.37
貝塔	1.00	0.97	0.94	0.91	0.88	0.85	0.83	0.80	0.77	0.74	0.71

表格顯示2005年1月31日至2020年1月31日期間MSCI新興市場指數（作為全球新興市場的代表）及MSCI中國A股在岸指數（作為內地A股市場的代表）的回報分析。表格中所示百分比代表已配置至內地A股的投資組合比例。過往表現並不代表未來業績。

資料來源：安聯投資

在機構投資組合中部署內地A股

鑒於當前機遇及內地A股市場的早期發展階段，我們認為投資者應採取漸進的方法在其投資組合中部署此項新資產類別。

我們認為，目前投資於中國在岸市場與25年前投資於新興市場的情況類似：那時，很多投資者認為將資金配置於發展中經濟體（以及不成熟的資本市場）存在較高風險。但時至今日，新興市場配置已成為任何專業投資者策略性資產配置的典型組成部分。我們預測，對中國在岸市場的配置將遵循類似的發展軌跡。

如前文所述，我們認為，中國（尤其是內地A股）的重要性在通常用於新興市場配置的基準指數中並未得到充分體現，遠低於中國經濟及其股市的重要性。因此，我們認為，出於風險回報原因及投資組合優化的考慮，較大幅度

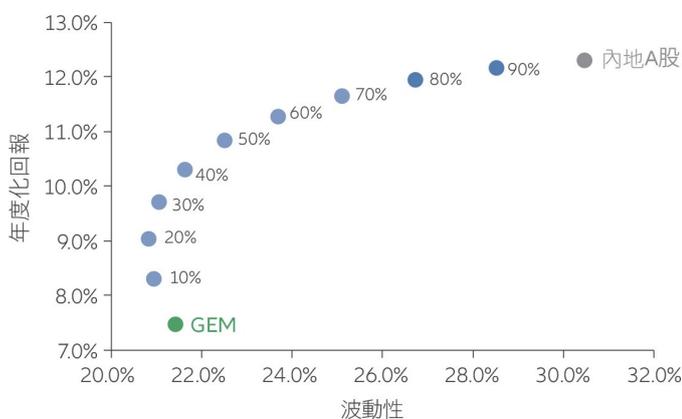
地提升內地A股在投資組合當前新興市場配置中的比重是很合理的選擇，尤其是考慮到該資產類別與其他全球股票的相關度較低。

接下來的問題就是，新興市場配置應在多大程度上向中國在岸市場傾斜？雖然確切的答案因投資者而異，但有數據表明，直接配置內地A股的最佳配置比例可能介乎10%至30%之間，而該部分配置所需資金則來自投資者現有的新興市場投資組合。

我們以MSCI新興市場指數作為我們「核心」新興市場投資組合的代表，編制了過去15年的過往數據（圖表8及9），以觀察將MSCI中國A股在岸指數納入MSCI新興市場指數配置將對年度化回報率及風險的影響。

我們的分析顯示，將10%的全球新興市場配置轉移至內地A股，可將投資組合的整體回報率從年度化7.5%提高至8.3%。而且主要由於該資產類別的低相關性特徵，投資組合的夏普比率將從0.29顯著提高至0.34。

圖9：在MSCI新興市場配置中增加內地A股可提升新興市場配置的風險/回報狀況



圖表顯示2005年1月31日至2020年1月31日期間MSCI新興市場指數（作為全球新興市場的代表）及MSCI中國A股在岸指數（作為內地A股市場的代表）的回報分析。圖表所示百分比代表已配置至內地A股的投資組合比例。

資料來源：安聯投資

倘若投資者更大膽地將30%的配置轉移至內地A股，則將進一步推高相關增強作用，其中整體投資組合的年度化回報率將上升至9.7%，及夏普比率將上升至0.4。我們的15年過往風險/回報分析表明，當配置比例達到50%時，投資組合的夏普比率將最大化。雖然任何此類過往分析均非常依賴其起點及終點，但有關結果表明，從投資組合構建的角度來看，對內地A股進行實質性配置將帶來裨益。

過往分析突顯了投資者可從配置至中國在岸股票市場中獲得的多項裨益，並且我們認為，過往分析可作為考慮投資於該資產類別的起點。此外，我們認識到過往分析對起點及終點非常敏感。儘管存在此等警告，但過往及經驗顯示，內地股市顯然正在不斷發展，尤其是在其擴大投資者參與及降低潛在波動性方面。

有鑒於此，我們堅信，投資者有必要考慮透過投資於內地市場來增加對中國股票的配置。但由於本文所提及的證據，投資者應以穩定及漸進的方式部署資本，以從「先行者」的優勢中受惠，同時不必負擔過度的風險預算。

結論

投資者可透過滬深港通計劃相對輕鬆地投資於內地A股，讓他們有機會分享消費推動程度日益增加的「新經濟」前景，從而最終參與內地經濟發展；中國經濟有望在十幾年內發展成為世界上最大的經濟體。坦率而言，該機會可能是未來十年金融市場中最具變革性的單一事件。但僅憑

「買入MSCI新興市場指數」（目前中國在岸股票所佔比重仍嚴重偏低），將令投資者面臨錯失大部分潛在機會的風險。

因此，我們認為目前投資者考慮增加對中國在岸市場配置的時機已到，如同投資者在二三十年前開始配置新興市場一樣。投資者可改變現有的新興市場配置，以增加對內地A股的直接配置，從而為投資組合作出更好地中長期部署。過往數據表明，這將有助提高投資回報，亦可降低風險，從而令其成為具吸引力的投資組合優化工具。

圖2所使用的基準列表

彭博代碼	指數名稱	代表：
MXCN1A Index	MSCI中國A股在岸指數	內地A股
MXCN Index	MSCI中國指數	香港上市中資股
MXAPJ Index	MSCI所有國家亞洲（日本除外）指數	亞太（日本除外）股票
MXEF Index	MSCI新興市場指數	全球新興市場股票
TPX Index	東證股價指數	日本股票
SPX Index	標準普爾500指數	美國股票
MXEU Index	MSCI歐洲指數	歐洲股票
MXWO Index	MSCI世界指數	環球股票

Active is : Allianz Global Investors
著重 因而主動：安聯投資

與我們保持聯繫 | hk.allianzgi.com | +852 2238 8000 | 搜尋  安聯投資

 讚好我們專頁 [安聯投資 - 香港](#)

 聯繫LinkedIn帳戶 [Allianz Global Investors](#)

 訂閱YouTube頻道 [安聯投資](#)

MSCI新興市場指數和MSCI中國A股指數的配置代表假設性非可供投資的組合。配置圖表僅供說明之用，以分析兩個指數的各種分配，並不代表實際表現，亦不代表將來的結果。假設性的投資組合具有一定的局限性。以上分析僅供說明之用，並不反映實際帳戶中的交易結果或可能影響實際交易的重大經濟和市場因素以致影響投資經理的決策過程。投資表現只代表一段時間內的情況。不同市場週期的表現可能不同，亦與所顯示的表現有差異，並可能導致損失。並不代表任何賬戶將或可能實現利潤或損失與顯示的相似。

MSCI中國A股在岸指數涵蓋在上海和深圳交易所上市具代表性的中國大型及中型股。

MSCI新興市場指數涵蓋了24個新興市場(EM)國家之中具代表性的大型及中型股。擁有1,137隻成分股，該指數涵蓋了每個國家約85%的自由流通量調整後市值。

投資涉及風險。投資價值及投資收益可升可跌，投資者可能無法取回全部投資本金。過往表現並非未來表現的指引。本文件乃提供市場訊息之用，僅供參考。本文並非就任何證券提供投資意見或建議或邀請或招攬買賣該等證券。

本文件所載的觀點及意見，屬發行人及／或其聯營公司在刊發之時的觀點及意見，可予以更改而毋須另行通知。所載的資料於刊載時均取材自本公司相信是準確及可靠的來源，但並不保證對其準確性或完整性對其使用所產生的任何直接或間接損失，本公司不會承擔任何責任。本文件的內容不可以任何方式影印、複製或再發佈。

本文件並未經任何監管當局審閱。如於中國大陸使用，旨在為境內商業銀行根據適用合格境內機構投資者制度的法規規則而發行的代客境外理財產品，提供輔助信息。

本文件乃透過以下安聯投資旗下公司分發：Allianz Global Investors U.S. LLC (在美國證券交易委員會註冊的一家投資顧問公司); Allianz Global Investors Distributors LLC (在美國FINRA註冊的一家分銷商，為 Allianz Global Investors U.S. LLC 的聯營公司); Allianz Global Investors GmbH (受德國 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 監管的一家德國金融服務 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特許提供商以及在美國證券及交易委員會註冊的一家投資顧問公司); 安聯環球投資亞太有限公司 (獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌); Allianz Global Investors Singapore Ltd. (受新加坡金融管理局監管[公司註冊編號：199907169Z]); Allianz Global Investors Japan Co. Ltd. (日本註冊為金融工具交易商，[公司註冊編號: The Director of Kanto Local Finance Bureau (日本註冊為金融工具交易商), No. 424, Member of Japan Investment Advisers Association and Investment Trust Association, Japan]); 以及安聯證券投資信託股份有限公司 (獲金融監督委員會 (台灣) 發牌)。